

# 伟仕佳杰 (00856)

证券研究报告  
2025年07月29日**稀缺的东南亚出海领军，有望显著受益于 AI 与跨境支付两大产业优势****亚太 ICT 分销龙头，收入与盈利稳步提升、现金流优秀**

公司是亚太区领先的科技产品渠道开发与技术方案集成服务商，专注于 ICT 行业解决方案，核心板块聚焦企业系统、消费电子、云计算领域；公司 AI+云双驱动叠加东南亚放量，业绩近年保持高增长，2020-2024 年公司营收由 637 亿元升至 811 亿元（2024 年同比增长 20.6%）；2024 年归母净利润由 23 年的 8.3 亿元增长至 9.58 亿元，同比增长 14.09%；公司现金流表现优异，资金营运高效，经营性现金流净额在 2024 年大幅提升至 16.59 亿元，同比增长 185%。

**全球算力与 AI 需求高景气，国内政策与东南亚建设加速 ICT 投入**

生成式 AI 驱动的算力需求高速增长成为中国 ICT 市场增长的核心引擎，推动 GPU 服务器、AI 芯片和云基础设施投入持续大幅增加。根据 IDC 数据显示，2024 年全球 ICT 总支出规模约 5.3 万亿美元，预计到 2028 年将增至 6.9 万亿美元，五年 CAGR 达 7%。同时，中国 ICT 市场规模预计从 2024 年的约 6,260 亿美元增长至 2028 年的 7,517.6 亿美元，CAGR 为 6.5%。2024 年中国企业级 ICT 市场规模约 2,693.6 亿美元，同比增长 11.7%，增速显著超过同期 GDP；预计 2028 年市场规模将接近 4,150 亿美元。

全球数据中心市场呈现高度集中的区域格局，北美、亚洲与欧洲主导全球产业规模与资源配置。亚洲区域中，东南亚经济体正迎来数字基础设施建设热潮，云计算和 AI 领域快速起步，其中，东南亚的数据中心市场近年来呈现高速增长，截至 2024 年底，亚洲数据中心装机容量达到 22,780MW，占比 44%，位居全球首位。英伟达、微软、谷歌、亚马逊等全球科技巨头正联合本地运营商与跨国基金大举投资东南亚数据中心与算力基础设施，推动区域成为全球第三大新增算力市场并为上游 ICT 设备与渠道分销商打开持续高规格放量机遇。

**ICT 渠道厚植，聚焦东南亚：AI + 云服务升级、与跨境支付 / 新能源汽车多元引擎共振**

公司依托深厚 ICT 渠道与精细资金管理，正以“东南亚卡位+云服务升级+AI 算力运营”三轮驱动快速放量：其东南亚业务已在泰国、新加坡、菲律宾、马来西亚等九国形成 GPU、AI 基建和消费电子多元布局，2024 年区域收入同比大幅增至 74%，净利润占比约 51%；云业务方面，公司与阿里云、华为云、AWS、Microsoft Azure、VMware 等顶尖厂商共建全生命周期服务，从多云管理平台 RightCloud 到“东数西算”跨域算力调度，覆盖国内约 30 座以上智算中心；公司 AI 业务依托南京、重庆两大研发中心及 1,000+ 认证工程师，自研 DeepSeek 一体机与大模型服务，2025 年 AI 研发投入将增加 50%。此外，公司正积极推进新能源汽车解决方案与跨境支付场景落地。我们认为，两大新方向有望与东南亚 ICT 分销主业、云与 AI 服务形成协同效应，进一步抬升收入增速并增强盈利韧性。

**盈利预测：**

在全球算力需求高速增长、公司东南亚渠道加速放量以及新能源汽车与跨境支付等新方向不断落地的三重驱动下，我们预计伟仕佳杰 2025-2027 年营业收入为 1037/1296.26/1555.51 亿元，对应增速约为 28%/25%/20%；预计公司 25-27 年归母净利润为 12.51/15.32/18.83 亿元，对应增速为 30%/22.4%/22.9%；鉴于全球算力持续高增、东南亚数字化基础设施加速以及公司多元业务布局已见成效，我们认为当前估值具备显著上行空间，给予 25 年 PE 为 12x，对应 EPS 为 0.96 港元，对应目标价为 11.52 港元，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观环境不确定性、产业与政策风险、供应链与渠道风险、跨市场选取可比公司风险、盈利预测主观性风险、近期股价波动较大风险**投资评级**

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.85 港元
目标价格	11.52 港元

**基本数据**

港股总股本(百万股)	1,436.45
港股总市值(百万港元)	12,712.60
每股净资产(港元)	6.01
资产负债率(%)	76.89
一年内最高/最低(港元)	11.30/4.01

**作者**

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	miaoxinjun@tfzq.com
孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002	kongrong@tfzq.com

**股价走势**

资料来源：聚源数据

**相关报告**

## 内容目录

1. ICT 行业分销龙头，业务布局多元化科技解决方案.....	4
1.1. 公司股权结构稳定，管理层核心深耕 ICT 行业数十年.....	5
1.2. AI+云双驱动叠加东南亚放量，业绩近年保持高速增长.....	6
2. ICT 行业新一轮成长：全球算力高涨驱动，东南亚加速崛起叠加国内政策深化.....	7
2.1. TD Synnex：全球 IT 分销与解决方案标杆性企业.....	8
2.2. 全球算力需求迎来新一轮增长高峰，东南亚数据中心建设提速，ICT 布局乘风而起.....	10
2.3. 国内政策加码：算力+生成式 AI 催化 ICT 产业新一轮成长.....	13
3. ICT 渠道厚植，聚焦东南亚业务布局：AI + 云服务升级、与跨境支付 / 新能源汽车多元引擎共振.....	14
3.1. 海外业务布局东南亚核心卡位，区域优势显著且稀缺性突出.....	14
3.2. 云业务生态完善，与头部厂商深度合作，共拓高质量增长空间.....	15
3.3. AI 布局持续深化，加速构建算力生态体系.....	18
3.4. 开拓新风口：跨境支付×新能源汽车“双引擎”.....	19
4. 盈利预测.....	19
4.1. 核心收入假设.....	20
4.2. 可比公司与估值.....	20
5. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：公司主营业务布局.....	4
图 2：公司发展历程.....	4
图 3：公司主要合作伙伴.....	5
图 4：公司股权穿透图（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	5
图 5：公司 2020 年-2024 年营收（亿元）及 yoy.....	6
图 6：2020 年-2024 年公司分业务营业收入（亿元）.....	6
图 7：2020 年-2024 年公司归母净利润及 yoy.....	6
图 8：2020 年-2024 年公司净利率及毛利率.....	6
图 9：2020 年-2024 年公司经营现金流量净额（亿元）及 yoy.....	7
图 10：2023 年-2028 年中国 ICT 市场支出规模预测（百万美元）及 yoy.....	8
图 11：全球 IT 分销 top15 企业份额（百万美元）及 yoy、全球 IT 分销按地区份额.....	8
图 12：公司是连接全球 IT 生态的全栈产品与多元客户平台.....	9
图 13：从线性分销到生态协同：TD Synnex 渠道模式演进路径.....	9
图 14：TD Synnex 可变成本盈利模型：薄利高周转、轻资产.....	9
图 15：公司通过“Destination AI”渠道计划构建了业内最完整的四层 AI 生态.....	10
图 16：公司为 2024 年 AWS 北美年度分销合作伙伴.....	10
图 17：公司荣获 2025 年 Google Cloud 全球社会影响力合作伙伴.....	10
图 18：2024 年-2030 年全球数据中心市场规模预测（亿美元）.....	11
图 19：2024 年全球数据中心区域分布（按供给 IT 负载规模）.....	11

图 20: 2024 年东南亚主要国家数据中心规模 (MW)	12
图 21: 2024 年东南亚数据中心需求结构	12
图 22: 东南亚地区数据中心分布情况 (截至 2025 年 7 月)	12
图 23: 近年东南亚主要国家数据中心投资项目	13
图 24: 2025 年“两会”对中国 ICT 市场的 6 大影响	13
图 25: 下游渠道资源丰富, 成立 87 个分支机构遍布 9 个国家	14
图 26: 公司深耕东南亚市场, 在泰国、新加坡、印尼、菲律宾、马来西亚的市场份额均排名第一	14
图 27: 公司分区域营收 (亿元) 及 24 年东南亚营收增速显著提升	15
图 28: 2015 年-2024 年东南亚地区业务净利润 (亿元)	15
图 29: 公司东南亚数字化标杆案例分布图: 多行业云与基础设施项目总览	15
图 30: 公司全球合作伙伴聚焦头部云与芯片厂商	15
图 31: 公司亮相 2025 年华为中国合作伙伴大会	16
图 32: 伟仕佳杰 (菲律宾) 斩获华为 2024 年三项最佳总经销商大奖	16
图 33: 公司云业务布局流程	17
图 34: 公司为阿里云最大总经销服务商	17
图 35: RightCloud 多云管理平台架构	17
图 36: 智算运营管理系统架构	17
图 37: 公司 AI 业务合作产业链布局	18
图 38: AI 管理领域典型案例	18
图 39: AI 大模型服务架构及接入 DeepSeek AI 典型案例	18
图 40: 公司联合 AWS 为国际知名汽车品牌打造全栈式云解决方案	19
表 1: 公司管理层主要人员	5
表 2: 公司财务预测	20
表 3: 可比公司估值 (截至 2025 年 7 月 24 日)	20

## 1. ICT 行业分销龙头，业务布局多元化科技解决方案

公司成立于 1991 年，是亚太区领先的科技产品渠道开发与技术方案集成服务商，专注于 ICT 行业解决方案，连续五年荣登《财富》中国五百强排行榜。公司业务布局包括企业系统服务、消费电子、云计算、供应链服务、佳杰云星、ITS 服务六大板块，核心板块聚焦于企业系统、消费电子、云计算，覆盖云计算/大数据、人工智能、移动互联、网络安全、基础建设、数据储存、数据分析/可视化、方案交付、物联应用、娱乐游戏、可穿戴设备及虚拟现实产品等领域。

图 1：公司主营业务布局



资料来源：公司官网、伟仕佳杰公司介绍-2025，天风证券研究所

公司自 1991 年在中国香港成立至今，已沿“资本运作 + 区域并购 + 业务升级”三阶段完成从传统 IT 分销商向跨境云与 AI 平台的蝶变。1991 年伟仕电脑（香港）有限公司正式成立，2002 年公司于港交所主板上市；2007-2010 年通过收购佳杰科技（ECS）切入东南亚五国渠道，2009 年与华为展开合作；2020 年通过收购云星数据，云管理与服务能力再上新台阶；2024 年获华为中国政企全产品线授权，携手星链登陆马来西亚、印尼项目；进入 2025 年，公司以 AI 服务平台、云计算等为突破口，携手华为、英伟达等跨国伙伴深耕东南亚与中东非市场。

图 2：公司发展历程



资料来源：伟仕佳杰集团公众号、伟仕佳杰微信公众号、伟仕佳杰公司介绍-2025，天风证券研究所

公司已与多家全球科技巨头建立差异化且互补的战略协同：在硬件算力端，公司作为英伟达东南亚首选合作伙伴，并获 Lenovo 东南亚 IDG 与服务器品类多项授权；在网络与卫星通信侧，成为星链登陆亚洲的首选合作伙伴，已先行布局马来西亚与印尼；国内企业方面，

与 Huawei 保持海外市场最大合作体量、与 H3C 获评泰国“年度杰出成就总经销商”；同时深化与 科大讯飞 在东南亚的全链路硬件产品落地。

图 3：公司主要合作伙伴

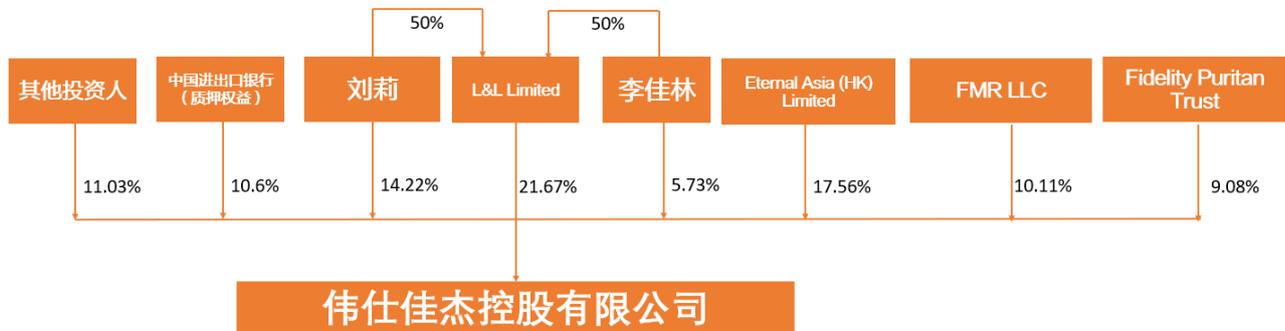


资料来源：伟仕佳杰公司介绍-2025，天风证券研究所

### 1.1. 公司股权结构稳定，管理层核心深耕 ICT 行业数十年

公司股权结构稳定。公司创始人李佳林与配偶刘莉通过均等持股 L & L Limited (持股 21.67%) 合计掌握约 41.62% 表决权；Eternal Asia (HK) Limited 持股 17.56%(深圳国资控股)，中国进出口银行持有 10.6% 股份，FMR LLC 与 Fidelity Puritan Trust 等国际长线资金合计持股近 20%。

图 4：公司股权穿透图（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

管理团队在 ICT 运营与渠道、财务资本及库存周转三大核心环节均具深厚实践经验。董事局主席兼 CEO 李佳林深耕 ICT 分销领域逾 30 年，主导集团战略与渠道布局；执行董事兼 CFO 王伟忻拥有伦敦大学及 LSE 背景，并持 FCA/HKICPA 资深资格，长期负责公司整体财务和资金管理；执行董事李玥（芝加哥大学经济学学士、CFA）聚焦投资并购与基金管理，实现资本导入与业务协同；执行董事兼产品管理高级副总裁陈海洲曾任 AMD 中国区分销总监，拥有 20 年电脑与半导体行业经验；执行董事、大中华区 CEO 顾三军则拥有 15 年以上软件与整机渠道运营历练，统筹中国区业务落地。

表 1：公司管理层主要人员

姓名	职务	简历
李佳林	董事局主席、CEO	清华大学电子工程学士及工商管理硕士，清华五道口金融学院 EMBA；1991 年创办伟仕佳杰并任集团董事会主席及 CEO，负责整体战略与管控，ICT 行业逾 30 年经验；曾获得“国家科

技进步三等奖”，并荣获中国信息产业经济年会颁发的“中国信息产业风云人物”。

王伟炘	执行董事、集团 CFO	伦敦大学经济学学士、伦敦政经学院信息系统硕士；英格兰及威尔士特许会计师协会资深会员；主导集团财务和资金管理。
李玥	执行董事、投资基金管理人	美国芝加哥大学经济学学士；CFA 持证者；2012 年加入集团，负责投资并购及基金运营。
陈海洲	执行董事、高级副总裁（产品管理）	美国威斯康星大学麦迪逊分校电机工程学士；20 年半导体及个人电脑分销经验，曾任 AMD 中国区分销总监；于 2005 年加入集团。
顾三军	执行董事、大中华区 CEO	北京工业大学应用数学学士；在集团累积 15+ 年运营经验，先后主管软件业务与中国区整体经营，2016 年起负责大中华区战略落实。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 1.2. AI+云双驱动叠加东南亚放量，业绩近年保持高增长

公司整体营收呈稳健增长态势，近五年来收入规模不断扩大。2020 年至 2024 年间，公司营收从 637.07 亿元稳步增长至 811.16 亿元，24 年同比增长 20.56%，呈现显著回升趋势，主要受益于公司云业务迅速增长、AI 算力需求带来的庞大提升、国产化布局深化及公司在东南亚市场布局扩张和内部管理优化。

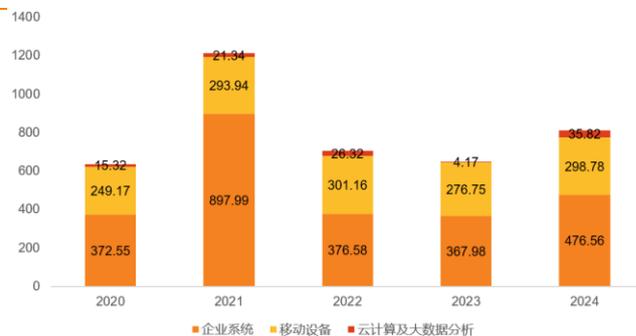
分业务来看，公司三大核心板块收入稳步扩张，企业系统业务为主要收入来源。2020 年至 2024 年，企业系统业务收入从 372.55 亿元增至 476.56 亿元，继续占据最大份额；移动设备业务从 249.17 亿元稳步增长至 298.78 亿元；云计算及大数据分析业务增速显著，从 2020 年的 15.32 亿元快速扩大到 2024 年的 35.82 亿元，五年 CAGR 达到 23.6%，已成为公司重要增长引擎。

图 5：公司 2020 年-2024 年营收（亿元）及 yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2020 年-2024 年公司分业务营业收入（亿元）

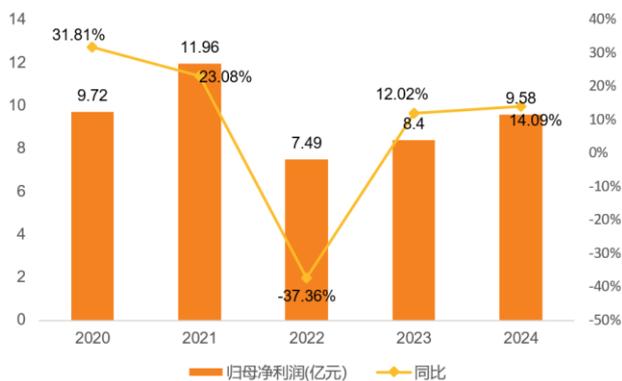


资料来源：Wind，天风证券研究所

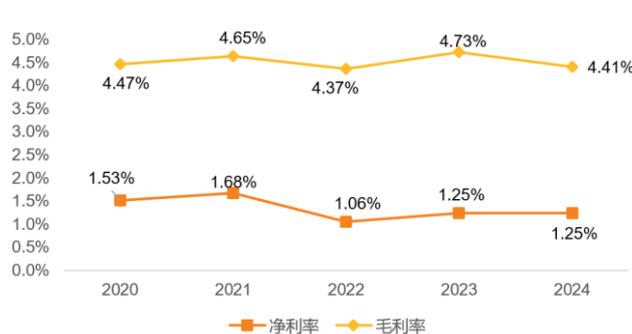
公司盈利能力整体保持稳健，毛利率与净利率整体趋于稳定。2024 年归母净利润由 2023 年的 8.4 亿元增长至 9.58 亿元，同比增长 14.09%；2020 年至 2024 年毛利率维持在 4.37% 至 4.73% 区间，2024 年为 4.41%；净利率波动在 1.06% 至 1.68% 的区间，2024 年为 1.25%。

图 7：2020 年-2024 年公司归母净利润及 yoy

图 8：2020 年-2024 年公司净利率及毛利率



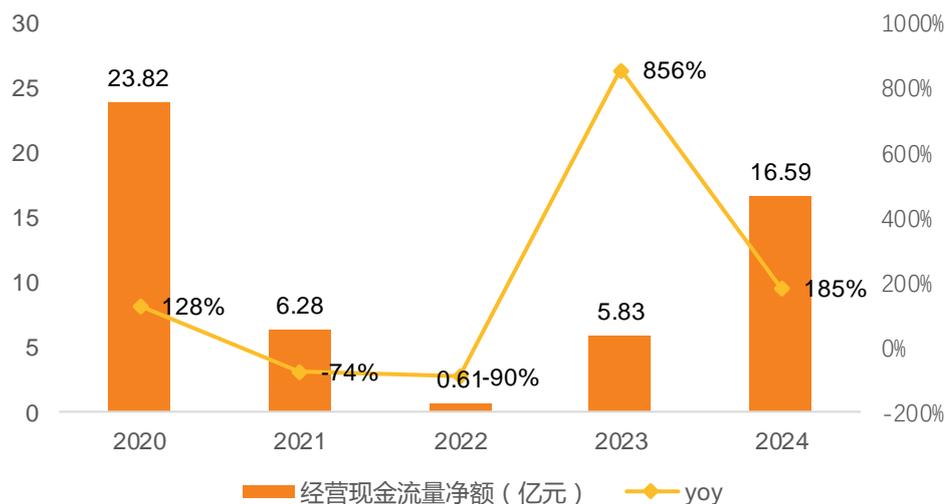
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司现金流表现优异，资金营运高效，经营性现金流净额在 2024 年大幅提升至 16.59 亿元，同比增长 185%。公司库存和资金管理成效显著，2024 年库存周转天数为 46 天，应收账款周转天数 74 天，应付账款周转天数 68 天，整体运营周转天数仅为 52 天。我们认为，公司在现金管理及运营效率控制上具备显著优势，能够有效应对业务扩张的资金需求，保障持续稳健的业务增长。

图 9：2020 年-2024 年公司经营现金流量净额（亿元）及 yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. ICT 行业新一轮成长：全球算力高涨驱动，东南亚加速崛起叠加国内政策深化

全球与中国 ICT 市场动能强劲，企业数字化升级和云、AI 需求持续驱动市场快速扩张。根据 IDC 数据显示，2024 年全球 ICT 总支出规模约 5.3 万亿美元，预计到 2028 年将增至 6.9 万亿美元，五年 CAGR 达 7%。同时，中国 ICT 市场规模预计增长至 2028 年的 7,517.6 亿美元，CAGR 为 6.5%。

生成式 AI 驱动的算力需求高速增长成为中国 ICT 市场增长的核心引擎，推动 GPU 服务器、AI 芯片和云基础设施投入持续大幅增加。根据 IDC 数据，2024 年中国企业级 ICT 市场规模约 2,693.6 亿美元，同比增长 11.7%，增速显著超过同期 GDP；预计 2024-2028 年间将以 11.5% CAGR 增长，到 2028 年市场规模将接近 4,150 亿美元。消费端受政策刺激和创新终端设备的推动逐渐回暖，智能终端需求有所增长；企业端则在生成式 AI 算力布局和云计算部署双重驱动下快速扩容，中国 IaaS 市场预计 2023-2028 年 CAGR 达 14.3%。与此同

时，中国头部云厂商和云管理服务商不断加快东南亚与中东非地区的出海布局，带动视频、电商、游戏等行业在海外市场营收提升。

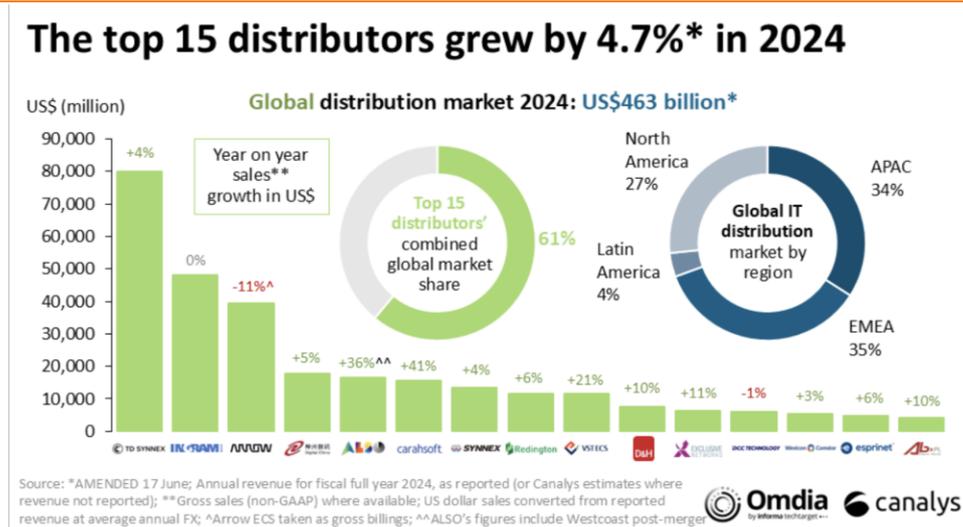
图 10：2023 年-2028 年中国 ICT 市场支出规模预测（百万美元）及 yoy



资料来源：IDC 官网，天风证券研究所

2024 年全球 IT 分销行业呈现高集中度和龙头领跑特征，头部企业持续扩大市场影响力。根据 Canalys 和 Omdia 发布的数据显示，全球 IT 分销市场总规模达到 4630 亿美元，前 15 大分销商合计实现 2870 亿美元销售额，占据全球市场的 61%。其中，TD Synnex 以 801 亿美元年销售额位居全球第一，Ingram Micro、Arrow 紧随其后，三者合计市场份额超过三分之一。按全球地域来看，亚太市场份额达 34%，位于第二位；国内代表企业中，伟仕佳杰 IT 分销业务年增长率表现突出 (+21%)，成为全球 ICT 分销体系中不可忽视的重要力量。

图 11：全球 IT 分销 top15 企业份额（百万美元）及 yoy、全球 IT 分销按地区份额

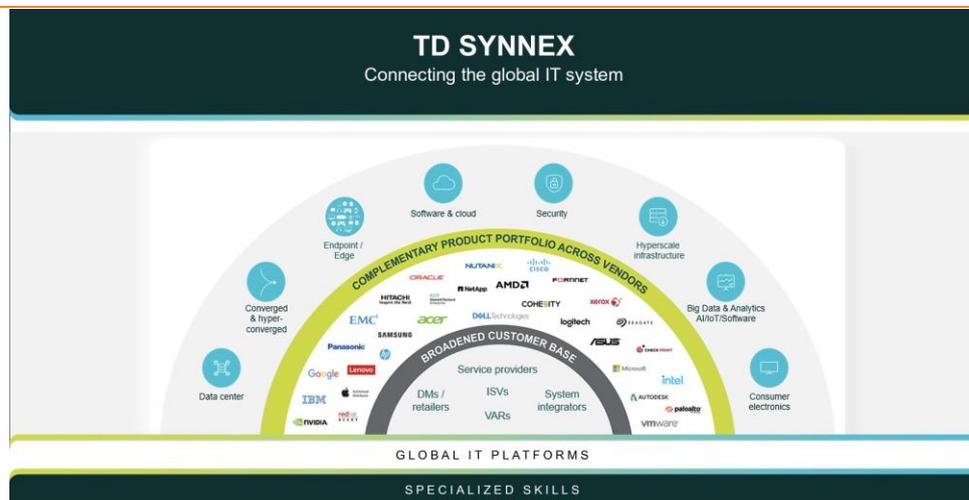


### 2.1. TD Synnex：全球 IT 分销与解决方案标杆性企业

TD Synnex 是全球领先的 IT 分销商及生态系统解决方案供应商，服务于全球 100 多个国家的超过 15 万家客户；公司于 2003 年上市，截至 2025 年 7 月市值达 117.5 亿美元，位居全球分销行业首位。公司总部位于美国，拥有 23,000 名员工，致力于整合来自 2,500 多

家顶级科技厂商的 IT 产品、服务与解决方案，持续为客户创造商业价值、推动业务增长。TD Synnex 作为全球 IT 产业链“连接器”的角色，公司位于上游多元厂商（数据中心、融合/超融合基础设施、软件与云、安全、AI/大数据、端点/边缘、超大规模基础设施及消费电子等领域）与下游广泛客户群（服务提供商、系统集成商、ISV、VAR、分销/零售商）之间。

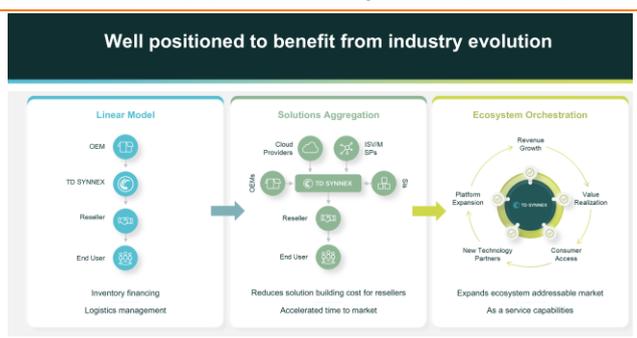
图 12：公司是连接全球 IT 生态的全栈产品与多元客户平台



资料来源：TD Synnex 公告，天风证券研究所

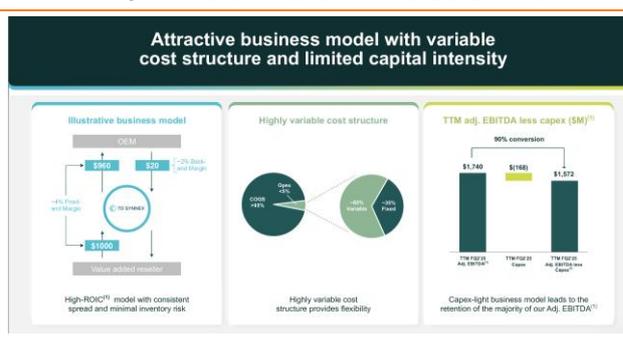
公司的商业模式由传统“线性分销”升级为“解决方案聚合”并迈向“生态协同”，公司位于 OEM、云厂商、ISV/MSP 与系统集成商之间，通过一站式整合软硬件与云服务，降低下游渠道的解决方案构建成本、缩短上市周期，并借助平台化运营不断扩张可服务市场与增值场景。利润结构上，公司以“薄利高周转”驱动盈利：单笔交易前端毛利率约 4%、后端返利约 2%，总体毛利水平有限，但费用结构高度灵活——运营费用占总成本 <5%，运营费用中可变成本占比达 65%、固定成本占 35%，实现轻资产运营与最小化库存风险；2025 年 Q2 公司调整后 EBITDA 为 17.4 亿美元，对应资本开支仅 1.68 亿美元，现金转化率高达 90%。

图 13：从线性分销到生态协同：TD Synnex 渠道模式演进路径



资料来源：TD Synnex 公告，天风证券研究所

图 14：TD Synnex 可变成本盈利模型：薄利高周转、轻资产

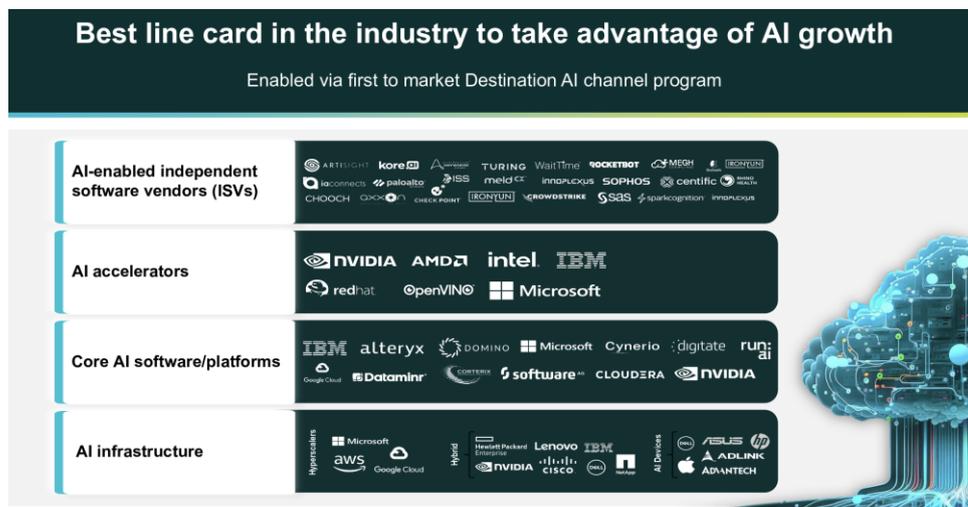


资料来源：TD Synnex 公告，天风证券研究所

AI 布局方面，公司通过“Destination AI”渠道计划构建了业内最完善的四层 AI 生态线卡，为全球渠道伙伴打通从算法到算力、从云端到终端的一站式供应链。具体而言，顶层汇聚 Artisight、CrowdStrike、SAS 等 24 家 AI 赋能独立软件供应商(ISV)，提供行业化算法与场景化解决方案；第二层整合 NVIDIA、AMD、Intel、IBM 等主流 AI 芯片及 Red Hat、OpenVINO、Microsoft 工具链，为模型训练与推理提供多元算力；第三层涵盖 IBM Watson、Google Cloud AI、Alteryx、Cloudera、Nvidia 等核心平台，形成数据治理—模型构建—部署运维的闭环；底层则集结 AWS、Azure、Google Cloud 等超大规模云资源，以及 HPE、

Cisco、Dell、Lenovo、NetApp 等混合架构与 Apple、HP、Advantech 等边缘/终端设备，实现“云—边—端”全栈硬件支撑。

图 15：公司通过“Destination AI”渠道计划构建了业内最完整的四层 AI 生态



资料来源：TD Synnex 公告，天风证券研究所

TD Synnex 正加速与全球头部 AI 芯片与云厂商—— NVIDIA、AWS、Microsoft 和 Google Cloud 的同步深度合作，迅速扩充生成式 AI 与云算力线卡，进一步巩固了其全球渠道枢纽地位。公司在 2025 年荣获 NVIDIA “Americas Distributor Partner of the Year”，率先把 Blackwell 架构 GPU、RTX Pro 工作站及 DGX 服务器纳入“Destination AI”方案，为渠道伙伴提供端到端加速计算解决方案；此前又在 2024 年同时入围 AWS「全球年度分销合作伙伴」及「拉美年度培训合作伙伴」两大提名，进一步凸显其全球渠道覆盖力、与 AWS 的深度合作关系及在云能力建设上的持续投入，充分展示了公司作为分销商兼解决方案聚合平台的综合实力。在软件层面，TD Synnex 于 2023 年面向全球推出 Microsoft 365 Copilot Enablement Journey，为渠道伙伴提供培训、售前与交付支援，帮助客户快速部署生成式 AI 办公场景；2025 年又获 Google Cloud “Global Social Impact Partner of the Year” 殊荣，加速云与 AI 等解决方案落地。

图 16：公司为 2024 年 AWS 北美年度分销合作伙伴

图 17：公司荣获 2025 年 Google Cloud 全球社会影响力合作伙伴



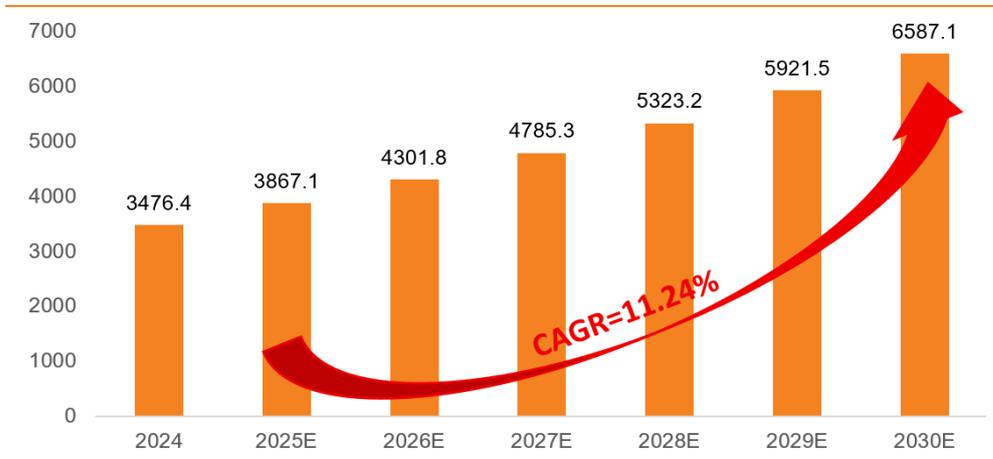
资料来源：TD Synnex 官网，天风证券研究所

资料来源：TD Synnex 官网，天风证券研究所

## 2.2. 全球算力需求迎来新一轮增长高峰，东南亚数据中心建设提速，ICT 布局乘风而起

数据中心已成为全球数字经济与生成式 AI 时代的“算力底座”，其建设投资和运营规模正呈现加速式扩张。根据 Precedence Research 最新预测显示，全球数据中心市场总收入将由 2024 年的 3476.4 亿美元提升至 2025 年的 3867.1 亿美元，并在 2030 年达到 6587.1 亿美元，期间 CAGR 达 11.24%。

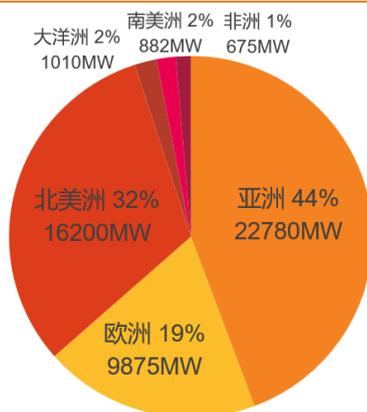
图 18：2024 年-2030 年全球数据中心市场规模预测（亿美元）



资料来源：Precedence Research、Yahoo Finance 官网，天风证券研究所

全球数据中心市场呈现高度集中的区域格局，北美、亚洲与欧洲主导全球产业规模与资源配置。2024 年，亚洲以 405.9 亿美元的市场规模占比 37.4%；北美洲市场为 375.4 亿美元，占比 34.6%；欧洲市场为 259.1 亿美元，占比 23.9%。南美洲、非洲和大洋洲市场合计仅为 45.8 亿美元，占比 4.3%，整体份额较小。在资源供给层面，区域差异同样显著。截至 2024 年底，亚洲数据中心装机容量达到 22,780MW，占比 44%，位居全球首位；北美洲和欧洲资源供给分别为 16,200MW 和 9,875MW，占比分别为 32%和 19%。相比之下，南美、大洋洲和非洲的数据中心资源总量仅占全球的 5%左右，资源配置主要集中于巴西、澳大利亚和南非等少数国家。

图 19：2024 年全球数据中心区域分布（按供给 IT 负载规模）



资料来源：科智咨询公众号，天风证券研究所

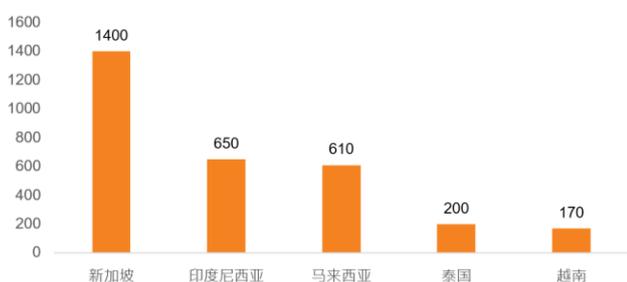
亚洲区域中，东南亚经济体正迎来数字基础设施建设热潮，云计算和 AI 领域快速起步，呈现可观的发展潜力。其中，东南亚的数据中心市场近年来呈现高速增长，根据波士顿咨询 (BCG) 的报告，整体东南亚地区的数据中心总 IT 负载容量已从 2019 年的约 0.8GW 增长到 2023 年的约 1.7GW，四年内翻了一倍以上。这一增长主要受数字化需求的高速增长和云服务扩张推动，预计未来仍将保持高速增长趋势；BCG 指出，2024 年起东南亚数据中心产业将进入“第三阶段”，在 AI 等新技术驱动下，区域容量有望呈高速增长。

从国家层面来看，根据数据中心的容量和发展增速，东南亚地区数据中心的发展可以明确

划分为三大梯队：1) **新加坡**：东南亚数据中心基础设施的主要投资地之一。2) **印度尼西亚和马来西亚**：受电商和 AI 行业的兴起，近年来，印尼的数据中心体量不断扩大。3) **泰国和越南**：目前，泰国和越南的数据中心体量相对较小，但在电子商务的蓬勃发展、数字化转型以及 AI 的驱动下，两国正在大力发展数据中心建设。

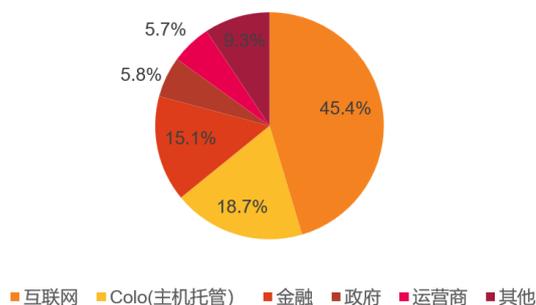
需求结构来看，东南亚数据中心的主要需求行业与国内市场存在较多相似之处，**互联网、独立第三方服务商 (Colo) 和金融行业是推动数据中心增长的主要力量**。东南亚区域近 7 亿人口中约 70% 为 30 岁以下的年轻人，伴随互联网渗透率快速提升，电商、社交媒体等场景高速增长式增长，对算力与存储形成刚性拉动；Colo 亦进入黄金扩张期，大量中小企业数字化转型催生对托管、网络和应用托管的外包需求，吸引 AWS、Google Cloud 等国际云巨头以及华为云、阿里云等中资厂商加速落地；同时，数字支付和在线借贷等金融科技业务占东南亚数字金融收入约 90%，对低时延、高可靠的数据处理提出更高要求，共同推动区域数据中心需求持续攀升。

图 20：2024 年东南亚主要国家数据中心规模 (MW)



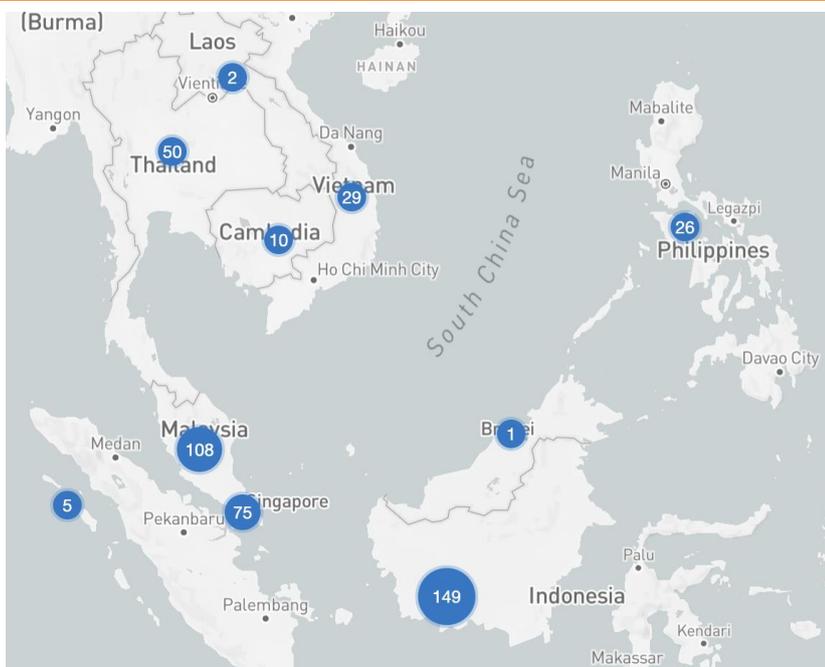
资料来源：MIR 睿工业公众号，天风证券研究所

图 21：2024 年东南亚数据中心需求结构



资料来源：MIR 睿工业公众号，天风证券研究所

图 22：东南亚地区数据中心分布情况 (截至 2025 年 7 月)



资料来源：DataCenterMap 官网，天风证券研究所

数据中心与算力供给虽然在东南亚加速扩张，但相较于 AI 与数字化升级的高速增长式需求仍存显著缺口——从近期东南亚区域五国主要项目可见，投资主体呈“国际云巨头 + 本土/国际运营商企业 + 跨国合资基金”多元化格局：AWS 继入驻新加坡后追加 90 亿美

元扩容计划，谷歌分别在新加坡、马来西亚与越南推进区域园区；微软宣布 22 亿美元落地马来西亚云与 AI 服务；新加坡电信自筹 6.43 亿新元建设绿色机房，印尼 Telkom 规划至 2030 年新增 400 - 500 MW；资本方亦活跃，CMC 资本拟斥 5 亿美元在越南等地布点，英伟达与杨忠礼集团合资 43 亿美元打造 AI 数据中心，Vingroup 联手中东基金三期投资 35 亿美元、目标功率 300 MW；根据 Omdia 预测，未来三年内，东南亚将成为全球新建数据中心容量（以 MW 计算）排名第三的地区，仅次于北美和西欧。我们认为，大体量、跨国合资与本地化并举的项目潮或意味着区域算力基础设施仍处爬坡期，有望赋能上游 ICT 设备供应链与渠道分销商带来持续放量与高规格集成服务机会。

图 23：近年东南亚主要国家数据中心投资项目

国家	公司	发布时间	国别	公司类型	投资金额	投资内容
新加坡	Singtel	2025年2月	新加坡	运营商	6.43 亿新元	获 6.43 亿新元绿色贷款开发可持续数据中心
	Equinix	2024年11月	美国	Colo	—	建设第六个 IBX 数据中心 SG6，预计 2027Q1 投用
	谷歌	2024年6月	美国	科技公司	—	继续扩建园区，累计技术基础设施投资至 50 亿美元
马来西亚	AWS	2023年5月	美国	科技公司	90 亿美元	2024-2028 年追加投资，合计达 120 亿美元
	甲骨文	2024年10月	美国	科技公司	65 亿美元	投资 65 亿美元建设云服务数据中心
	字节跳动	2024年6月	中国	科技公司	21 亿美元	投资 21 亿美元建立 AI 中心，并追加 15 亿林吉特扩建柔佛州设施
	微软	2024年5月	美国	科技公司	22 亿美元	未来 4 年投资 22 亿美元发展云与 AI 服务
	谷歌	2024年5月	美国	科技公司	20 亿美元	投资 20 亿美元建数据中心并设新的谷歌云区域
	英伟达 & 杨忠礼集团	2023年12月	美国/马来西亚	跨国合资	43 亿美元	合作打造 43 亿美元 AI 数据中心
印尼	亚马逊	2023年3月	美国	科技公司	60 亿美元	至 2027 年投资 60 亿美元扩充 AWS 基础设施
	Telkom	2024年	印尼	运营商	—	计划到 2030 年建 400-500MW 数据中心
	腾讯云	2024年11月	中国	Colo	5 亿美元	拟建 3 个 IDC，总投资 15 亿美元，2030 年前完成
越南	基汇资本 & Sinar Primera	2023年11月	中国香港/印尼	跨国合资	—	农萨数字园区数据中心一期预计 2024Q4 投运
	CMC	2025年2月	中国	跨国资本	5亿美元	CMC 计划至 2028 年投资 5 亿美元在越南等国建设数据中心及其他设施
	Viettel	2025年2月	越南	运营商	—	2025-2030 年拟建 11 个大规模数据中心，总功率超 350MW，占越南总功率 40%+
	英伟达	2024年12月	美国	科技公司	2.5 亿美元	建设 AI 研发中心与数据中心
	Vingroup & 中东伙伴	2024年10月	越南/中东	跨国合资	35 亿美元	三期建设 35 亿美元超大数据中心，规划功率达 300MW
泰国	韩国晓星	2024年10月	韩国	综合企业	40 亿美元	计划投资 40 亿美元扩建工业数据中心与高科技材料产线
	谷歌	2024年8月	美国	科技公司	—	讨论在胡志明市建设“超大规模”数据中心，目标 2027 年建成
	万国数据	2024年11月	中国	Colo	8 亿美元	收购泰国土地建 120MW 园区，总投资约 8.29 亿美元
	Quartz Computing	2024年9月	美国	科技公司	10 亿美元	Alphabet 旗下在春武里建 328 亿泰铢（10 亿美元）数据中心，预计 2027 年启用

资料来源：MIR 睿工业公众号，天风证券研究所

### 2.3. 国内政策加码：算力+生成式 AI 催化 ICT 产业新一轮成长

国内围绕算力基础设施、生成式 AI 与工业互联网密集出台的新一轮政策正在推动中国 ICT 市场进入新一轮的高速增长周期。2025 年“两会”政府工作报告明确提出实施“人工智能+”行动、优化全国算力资源布局来契合生成式 AI 的高速发展，IDC 预测 2025 年中国 AI 支出将达到 511.3 亿美元，2025-2028 年 CAGR 超过 25%，2028 年预计达 1010 亿美元；同时，国家计划发行 3000 亿元超长期国债，支持包括 PC、智能手机、车端设备等智能终端的以旧换新和规模化更新换代；工业互联网安全、“AI+ 机器人”以及工业软件国产化被纳入新型工业化重点推进方向，目标 2025 年工业软件国产渗透率超过 50%；此外，国家大力推进“东数西算”工程的推进，通过在西部地区建设数据中心，支持东部地区的数据需求，进一步提升了全国范围内的计算和存储能力。综合来看，我们认为当前政策与需求共振下，服务器、网络设备、智能终端、工业软件和数据服务的采购订单有望显著放量，以 ICT 分销商为代表的渠道及解决方案企业，有望凭借多品牌产品整合、供应链金融和本地交付优势，充分受益于这一轮产业链的全面扩容，迎来收入规模与盈利能力同步提升的战略性机遇。

图 24：2025 年“两会”对中国 ICT 市场的 6 大影响

## 2025年“两会”对中国ICT市场的6大影响



资料来源：IDC 官网，天风证券研究所

## 3. ICT 渠道厚植，聚焦东南亚业务布局：AI + 云服务升级、与跨境支付 / 新能源汽车多元引擎共振

### 3.1. 海外业务布局东南亚核心卡位，区域优势显著且稀缺性突出

公司海外业务深耕东南亚市场多年，87 个办事处遍布中国、泰国、马来西亚、新加坡、印尼、柬埔寨、缅甸、老挝及菲律宾九个国家，布局 AI、算力、消费电子等领域，其中泰国、新加坡、印尼、菲律宾、马来西亚的市场份额均排名第一。

图 25：下游渠道资源丰富，成立 87 个分支机构遍布 9 个国家



资料来源：公司官网，天风证券研究所

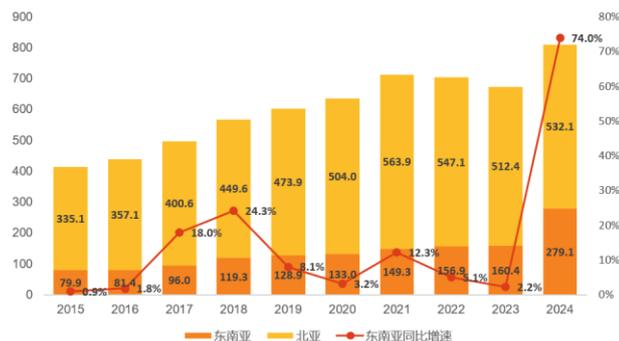
图 26：公司深耕东南亚市场，在泰国、新加坡、印尼、菲律宾、马来西亚的市场份额均排名第一



资料来源：伟仕佳杰微信公众号，天风证券研究所

公司是 ICT 产品在东南亚市场规模化推广的最佳选择，是众多头部科技厂商在东南亚最大的合作伙伴。2015-2023 年间东南亚收入规模由 79.9 亿元稳步增长至 160.4 亿元，占集团整体收入比例约 19.3%-23.8%；2024 年该区域收入规模显著加速至 279.1 亿元，同比大幅增长 74%，区域占比提升至约 34%，主要系公司以东南亚市场为海外业务布局核心，持续扩大企业合作优势。同时，东南亚地区业务盈利能力表现突出，净利润已由 2015 年的 1 亿元人民币增长至 2024 年的 4.92 亿元，10 年间增长约 400%，占总净利润超 50%。

图 27：公司分区域营收（亿元）及 24 年东南亚营收增速显著提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：2015 年-2024 年东南亚地区业务净利润（亿元）



资料来源：伟仕佳杰公司介绍-2025，天风证券研究所

伟仕佳杰深入贯彻“引领数字化亚洲”的理念，构建起强大的数字生态体系。在国产化、数字化和云化的大浪潮下，伟仕佳杰全力服务政府、金融、交通、制造、能源、教育、医疗、媒体等行业，稳步助力企业及政府信息化和数字化，为数字中国发展添砖加瓦。公司积极开拓东南亚市场，助力华为、联想等中国企业出海，协助中国企业国际化，同时与英伟达、戴尔等国际品牌建立深度合作，东南亚区域业务持续保持增长态势。

图 29：公司东南亚数字化标杆案例分布图：多行业云与基础设施项目总览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2. 云业务生态完善，与头部厂商深度合作，共拓高质量增长空间

公司作为全球领先的 ICT 分销及服务平台，已成为众多国际科技巨头在东南亚及亚太市场最信赖的合作伙伴。公司上游与超过 300 多家世界 500 强科技企业建立合作，下游则连接超过 50,000 个渠道合作伙伴；公司是英伟达在泰国、新加坡的最佳总代理商，也是星链（Starlink）登陆亚洲市场的首选合作渠道，同时为华为海外最大的合作伙伴及亚马逊云科技授权的培训合作伙伴，并成为阿里云最大总经销服务商。此外，公司与众多全球知名品牌保持长期稳固合作，其中惠普、苹果的合作年限长达 29 年，希捷达 31 年，新华三合作 20 年，联想和戴尔为 18 年，西部数据及华硕各 18 年和 16 年，海光 6 年。我们认为，长期稳定的战略合作关系体现了公司深厚的渠道网络、供应链管理及服务整合优势，帮助公司持续巩固提升在东南亚市场的竞争壁垒。

图 30：公司全球合作伙伴聚焦头部云与芯片厂商

## 已成为全球科技巨头最信赖的合作伙伴



	英伟达泰国、新加坡 <b>最佳</b> 总经销商
	星链登陆亚洲 <b>首选</b> 合作伙伴
	华为海外市场 <b>最大</b> 的合作伙伴
	<b>授权</b> 培训合作伙伴
	阿里云 <b>最大</b> 的总经销服务商

前10大品牌	合作年限
	29
	16
	18
	18
	18
	29
	20
	16
	31
	6

注：FY24年收入贡献前10大品牌。

资料来源：伟仕佳杰公司介绍-2025，天风证券研究所

公司助力华为出海东南亚，已成为华为在当地最值得信赖的合作伙伴之一。公司作为华为海外市场最大的合作伙伴，自 2009 年起，伟仕佳杰就开始了与华为的合作，是华为中国政企业务全产品线授权总经销商。2024 年，伟仕佳杰位列中国政企业务总经销商综合排名第一。此外，公司是华为云的全国总经销商、核心解决方案提供商、CTSP 服务伙伴以及学习与赋能伙伴；2024 年伟仕佳杰（菲律宾）荣获华为“2024 年最佳黄金总经销商”、“2024 年最佳存储总经销商”、“2024 年最佳智能协作总经销商”三项殊荣。

图 31：公司亮相 2025 年华为中国合作伙伴大会



资料来源：伟仕佳杰微信公众号，天风证券研究所

图 32：伟仕佳杰（菲律宾）斩获华为 2024 年三项最佳总经销商大奖



资料来源：伟仕佳杰微信公众号，天风证券研究所

我们认为，公司已与阿里云、华为云、AWS、Microsoft Azure 及 VMware 等头部云厂商建立分销总经销与联合交付体系，在此基础上构建了覆盖“规划—迁移—运维—数据应用—增值开发”的全生命周期服务。前端通过云战略咨询、产品选型、架构设计及风险评估确定最佳上云方案；实施阶段负责私有云/混合云平台部署、基础设施建设及应用与数据迁移；运维侧依托自研多云管理平台与 AIOps，实现自动化运维与大规模监控采集；应用层面提供容器改造、DevOps、业务数据一体化与大数据分析；增值环节进一步输出云安全、数据备份与容灾、性能与成本优化等方案。

图 33：公司云业务布局流程



资料来源：伟仕佳杰公司介绍-2025，天风证券研究所

公司自 2019 年与阿里云合作以来，连续七年成为阿里云最大的总经销服务商。2024 年相关收入同比增长约 180%；过去七年阿里云业务 CAGR 保持在 60% 以上，并已拓展合作伙伴逾 400 家，其中四家代理商入选阿里云最新“新星伙伴”榜单。FY25 业务期内，公司在阿里云公有云基础设施“七大件”实现营收超 3 亿元，流量业务突破 2 亿元，无影产品激活率 100%，并成功服务 150 家阿里云客户，助力其完成大模型资源调用与应用开发，相关成果已广泛应用于 20 余个重点行业。

图 34：公司为阿里云最大总经销服务商



资料来源：伟仕佳杰微信公众号，天风证券研究所

子公司北京佳杰云星数据科技有限公司是专注于云管理和智算调度运营的独立软件公司，公司为中国开源云联盟理事会单位，国内首批获得可信云、多云管理平台认证。同时也是华为云、电信天翼云、华润云、超聚变、VMware、阿里云、易捷思达等众多云平台厂商的多云管理合作伙伴；团队多年来都专注为金融、制造等行业提供云计算、大数据的技术服务和解决方案。公司自研核心产品包括 RightCloud 多云管理平台软件，云运营业务支撑系统，智能监控和自动化运维系统等。

图 35：RightCloud 多云管理平台架构

图 36：智算运营管理系统架构



资料来源：佳杰云星官网，天风证券研究所



资料来源：佳杰云星官网，天风证券研究所

### 3.3. AI 布局持续深化，加速构建算力生态体系

公司已构建覆盖全国的端到端 AI 算力调度与多云管理能力。公司基于 ICT 领域的资源积累和长期实践，围绕 AI、云计算、大数据、信息安全等领域，依托南京、重庆两大研发中心及 1 000 + 认证工程师，自 2020 年启动智算管理平台研发以来，公司已为全国约 40 个新一代国家级/省级智算中心提供算力运营服务，其中 30 + 中心部署了自研多云管理平台；上海公共算力服务平台、贵州“东数西算”枢纽等区域节点实现跨域算力调度；在东莞、广州等地落地大模型服务项目，利用 DeepSeek 系列一体机支撑政企客户模型训练与推理，并在内部 OA SaaS 系统率先接入 DeepSeek AI，服务覆盖 5 800 + 家企业。

我们认为，公司加速投入于生态协同，力争以“渠道下沉 + 行业方案”驱动释放高成长动能。2025 年，公司计划将 AI 研发投入提升 50%+，并拓展 DeepSeek+ 大模型服务到现有管理的 30+ 算力中心；同时研发并推出 DeepSeek 训练一体机，结合阿里云、华为云、VMware、AWS 的生态资源，进一步拓宽数据安全、信创数据库改造、高阶行业云平台等场景深度。通过“渠道下沉 + 行业方案”双轮驱动，2024 年公司 AI 业务收入达 37.8 亿港元，同增 42%。

图 37：公司 AI 业务合作产业链布局



资料来源：伟仕佳杰公司介绍-2025，天风证券研究所

图 38：AI 管理领域典型案例

图 39：AI 大模型服务架构及接入 DeepSeek AI 典型案例

### 典型案例：上海市公共算力服务平台

建设目标：实现从人工智能计算中心升级到人工智能算力网络，区域多个算力中心连成一张算力服务网。



资料来源：伟仕佳杰微信公众号，天风证券研究所

资料来源：伟仕佳杰微信公众号，天风证券研究所

### 3.4. 开拓新风口：跨境支付×新能源汽车“双引擎”

公司业务线正迎来全新增长风口。近期，公司携手 AWS，为国际顶级豪华汽车品牌提供全栈式 SAP 上云咨询与运维服务，帮助客户实现 ERP 云端升级、系统响应速度提升 50%、运维效率提高 40%、整体运营成本下降 30%。我们认为这不仅巩固了公司庞大的渠道网络与服务优势，也为下一阶段的东南亚业务布局及云&AI 业务高质量增长奠定了坚实基础。

图 40：公司联合 AWS 为国际知名汽车品牌打造全栈式云解决方案



资料来源：伟仕佳杰微信公众号，天风证券研究所

公司正积极开拓跨境支付业务新风口，启动面向东南亚市场的跨境支付与结算解决方案合作洽谈。2025年7月14日，伟仕佳杰控股有限公司自愿公告，公司已与合作方就跨境贸易结算工具开展初步洽谈，旨在聚焦在 ICT 产品分销、供应链服务及数位生态场景中的应用创新，以提升跨境交易效率、优化资金流动性并降低汇率与交易成本。公司将根据谈判进展，及时履行信息披露义务。我们认为，此次合作洽谈有望为公司在东南亚市场构建差异化的数字结算能力，并为 AI 与云计算等公司核心业务注入新的增长动能。

## 4. 盈利预测

## 4.1. 核心收入假设

在全球算力需求有望高速增长、东南亚海外业务渠道加速放量的驱动下，我们预计伟仕佳杰 2025–2027 年营业收入为 1037/1296.26/1555.51 亿元，对应增速约为 28%/25%/20%；其中，我们预计企业系统与传统 ICT 分销保持稳健增长，预计 25-27 年收入为 643.48/804.35/965.22 亿元；消费电子业务在渠道下沉与产品组合优化的带动下，预计收入为 334.41/361.16/390.05 亿元；我们认为在生成式 AI 驱动下，全球算力需求有望迎来高速增长，特别是东南亚数据中心加速扩容的趋势下，依托公司与英伟达、阿里云、华为云、亚马逊、微软等芯片及头部云厂商的生态协同及一体化“云+AI”在东南亚区域的布局，预计该板块收入为 59.12/130.25/200.24 亿元，对应增速为 65%/121%/53%，占公司整体收入比例由 5.7%提升至 12.9%，有望成为公司业绩增量的主要来源。按区域拆分，国内市场受益于数字化与信创升级，北亚收入预计为 558.78/614.66/706.85 亿元，对应增速为 5%/10%/15%；公司东南亚业务依托 AI 算力需求有望呈指数级增长、跨境支付&新能源汽车等新风口，预计收入为 478.23/681.6/848.65 亿元，对应增速为 71%/43%/25%。

表 2：公司财务预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总收入(亿元)</b>	713.24	704.03	672.78	811.12	1037	1296.26	1555.51
YOY	12%	-1%	-4%	21%	28%	25%	20%
<b>分业务</b>							
<b>企业系统收入(亿元)</b>	398.07	376.55	368.05	476.65	643.48	804.35	965.22
YOY	7%	-5%	-2%	30%	35%	25%	20%
<b>消费电子(亿元)</b>	294.00	301.22	276.80	298.83	334.41	361.16	390.05
YOY	18%	2%	-8%	8%	12%	8%	8%
<b>云计算与 AI 收入(亿元)</b>	21.34	26.33	28.09	35.83	59.12	130.25	200.24
YOY	39%	23%	7%	28%	65%	121%	53%
<b>分区域</b>							
<b>北亚(亿元)</b>	564.06	547.24	512.48	532.17	558.78	614.66	706.85
YOY	11.9%	-3.0%	-6.4%	3.8%	5%	10%	15%
<b>东南亚(亿元)</b>	149.35	156.96	160.47	279.15	478.23	681.6	848.65
YOY	12.3%	5.1%	2.2%	74.0%	71%	43%	25%

资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 可比公司与估值

我们选取神州数码、SYNNEX、Ingram Micro 等全球领先的 ICT 分销与云服务平台作为可比对象，2025 年平均 PE 为 17.33x；我们预计公司 25-27 年归母净利润为 12.51/15.32/18.83 亿元，对应增速为 30%/22.4%/22.9%；鉴于全球算力需求持续高增、东南亚数字化基础设施加速以及公司多元业务布局已见成效，我们认为当前估值具备显著上行空间，给予 25 年目标 PE 为 12x,对应 EPS 为 0.96 港元，对应目标价为 11.52 港元，给予公司“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2025 年 7 月 24 日）

股票代码	公司名称	市值(亿元)	PE		
			2025E	2026E	2027E
000034.SZ	神州数码	264.02	24.14	20.38	17.3
SNX.N	新聚思(SYNNEX)	835.76	16.39	15.5	14.31
INGM.N	英迈(INGRAM MICRO)	349.46	11.46	7.62	7
平均值			17.33	14.5	12.87
0856.HK	伟仕佳杰	115.7	9.2	7.5	6.1

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：除伟仕佳杰外，其余可比公司数据来自 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**宏观环境不确定性：**全球及中国/东南亚宏观经济波动、通胀及利率变化，可能导致 ICT 及数据中心资本开支放缓，从而影响公司收入与利润。

**产业与政策风险：**国内外 ICT 行业政策、信创替代节奏、AI 算力补贴等若低于预期，或相关监管趋严，均可能削弱市场需求。

**供应链与渠道风险：**公司作为分销平台对少数关键供应商及品牌（华为、阿里云、NVIDIA 等）依赖度较高；若上游产能不足、技术路线迭代或合作关系变化，将直接影响营收与毛利率表现。

**跨市场选取可比公司风险：**本报告估值方法采用了全球范围内的 ICT 分销与服务企业作为可比公司，可能由于市场环境、政策监管、竞争格局差异而造成估值水平存在一定偏差。

**盈利预测的主观性风险：**本报告基于宏观经济趋势、行业发展预期和公司管理层指引做出盈利预测，其中涉及的关键假设具有一定主观性，不排除未来实际情况与预测产生偏差。

**近期股价波动较大风险：**公司股价近期波动幅度较大，短期内市场情绪、交易因素、政策环境变化等因素可能对公司股价产生较大扰动。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com